

地方政府借债、终极产权与企业融资约束

肖钰

(清华大学经济管理学院, 北京, 100084)

摘要：本文研究了地方政府债务高速膨胀对企业信贷环境的影响。以我国 2007-2010 年的 A 股上市公司为样本，检验地方政府积极借债与我国上市公司面临融资约束的关联。实证结果发现，在政府借债越多的地区，企业融资约束越大；民营企业受到的融资约束普遍高于国有企业；随着政府借债程度越大，民营企业与国有企业在融资约束上的差距也越大。实证结果支持了政府大量借债对企业融资的消极作用假说，地方政府的借债行为实际上增大了当地企业的融资成本和融资难度，迫使企业基于融资约束持有更多现金。通过对政府借债弥补财政收支缺口动机的稳健性检验，进一步反映出地方政府不计后果的主动债务融资行为有可能是影响当下企业融资困境的因素。

关键词：政府借债；终极产权；融资约束

中图分类号：F270

文献标识码：A

一、引言

一直以来，制度对于经济增长的重要性是不容置疑的。然而在法律制度和金融体系发展都不够完善的情况下，中国经济在过去 30 年始终保持高速增长。根据 Allen 等（2005）的研究，尽管中国目前的司法和金融体制都相对落后，某些替代的金融渠道和政府机制，却使得中国经济增长呈现出许多国家无法企及的强劲势头。在改革开放后的财政分权下，地方官员晋升和政治激励机制成为了地方政府推动经济增长的重要动因。政府的行政干预成为了中国薄弱制度下的重要替代机制。近年来为了保持经济的稳定增长，在国际金融危机的背景下，中国政府推行了一系列的经济刺激政策，包括新增“四万亿”投资等。而政府负担的大量债务，就成为了维持经济增长的必然代价。2011 年国家审计署发布的数据显示：截止 2010 年底，全国地方政府性债务余额 107174.91 亿元，占地方政府综合财力的 70.45%，占全国 GDP 比重为 27%¹。庞大的地方政府平台债务甚至威胁到银行信贷资产质量和金融体系的稳健运行（龚强等，2011）。地方政府债务对银行信贷资源的长期“绑架”势必会挤占企业的生存空间。企业行为是对制度的反应（孙铮等，2005），地方政府积极借债，会给企业的借贷环境带来什么样的影响，这种影响又将如何反映在企业的行为上，是一个值得探讨的问题。

大量文献研究表明外部融资是影响企业发展的重要因素。但由于信息不对称导致资本市场中的交易是有风险的，企业的外部融资存在一定成本，限制了企业的融资能力，即为融资约束。国内已有研究大多基于信息不对称理论，探讨如何缓解企业与外部信息不对称程度，降低融资成本。张纯和吕伟（2007）考察了信息披露对企业融资约束的影响；朱凯和陈信元（2009）、王少飞等（2009）探讨了审计意见与公司融资约束的关系；同时他们也发现良好的制度环境和金融生态可以降低企业的融资约束。而另一方面我们认为基于需求供给理论，在企业信贷资金供给紧张的情况下，外部融资成本也会提高。由于目前我国资本市场尚欠发

达，上市公司对银行借款依赖程度较高，普遍存在融资约束。

政府负债融资作为弥补财政收支不平的补充手段，保证了地区民生环境和经济发展的稳定，为企业发展创提供了良好的制度保障，可能会减少企业整体的融资约束；与此同时，地方政府基于财政分权体制下的政治动因，主动借债占用了大量银行系统资金，使企业借款资金来源受限，融资约束增强。基于预防性动机（Opler 等，1999），企业在外部融资成本较高时，会持有更多现金应对融资约束。因此地方政府借债水平对企业融资约束的影响，可以从企业的现金持有水平得到反映。

多数学者认为，相比国有企业，民营企业融资渠道受阻的问题更为严重，有限的金融资源都趋向于国有企业。四大国有银行在行政干预下会优先考虑国有企业的资金需求；而政府的“父爱效应”使得国有企业可以保证还款，因而更容易获得银行借款支持。这些都使得国有企业的融资难度要远低于民营企业，掩盖了其真实的融资约束。在地方政府借债规模较大的地区，需要更多的银行资金支持，民营企业希望从银行获得融资更是难上加难。而国有企业却可以通过政府借债为其提供担保和补贴，融资需求在一定程度上得到满足。因此我们认为，地方政府天量债务会进一步扩大国有企业相比民营企业的融资优势，使民营企业融资约束进一步增强。

因此，本文将着重考察地方政府借债给企业借贷环境所带来的影响。借鉴 Almeida 等（2004）的模型中现金-现金流敏感度来衡量企业受到的融资约束，以 2007-2010 年 A 股上市公司为研究样本，通过地方政府当年新增债务水平来测度地区间政府借债程度，研究政府负债的差异对不同地区上市公司融资约束的影响，并结合企业的最终控制人性性质，比较政府借债对国有非国有企业融资约束影响程度的不同。实证结果显示：地方政府借债的对企业融资环境的消极作用要大于积极作用，借债程度越高的地区，企业面临的融资约束越大，现金-现金流敏感系数越大；同时政府的主动借债融资行为，让本就融资难的民营企业与国有企业间融资能力差距进一步扩大。

本文的创新之处在于：第一，通过分析地方政府借债所具有的正负效应，以企业融资约束为切入点，证实了地方政府大量负债给地区融资环境带来的消极影响更大，侧面揭示了地方政府基于政绩冲动下借债行为的短期功利性。第二，研究结论表明，改善政府的激励机制，加强政府借债监督，倡导国非国有经济体公平竞争，有利于优化上市公司融资环境，帮助民营企业提升融资能力，摆脱融资困境。

本文其他部分安排如下：第二部分基于制度背景与已有文献提出研究假说；第三部分为研究设计；第四部分为实证检验结果和稳健性检验；第五部分为结论及研究启示。

二、理论分析与假说提出

（一）转型经济下的地方政府借债

在改革开放前期，为配合国民经济管理体制从计划经济向市场经济的过渡，中国实行了分权化的经济改革。分权化改革赋予了地方政府“财政包干”的自主支配权，这种财政分权体制极大地推动了地方政府经济发展的积极性。1994 年的分税制改革缓解了传统的财政包干体制所带来的中央财政紧张，但随之而来的问题就是因“收入上移、支出下移”所造成的“财权与事权不匹配”，使地方财政趋于紧张。为了维持地方权力机构的正常运转和地区经济稳定发展，地方政府通过借债来弥补财政收支缺口。充足的地方财力一方面保证了地方基础设施建设和公益性事业的稳步发展，改善民生环境；另一方面通过财政杠杆的调控，起到引导地区金融机构发展，改善地方经济结构的作用。因此，地方政府举债这一普遍的经济行为，对于地区经济发展存在着正向的积极效应。

伴随着财政分权对地方经济发展的推动，地区之间的经济竞争也应运而生。近年来也有

很多研究试图从政府官员的激励模式来研究地方政府行为,因为地方官员的考核标准与经济绩效挂钩,使地方官员为了政治晋升推动地方 GDP 增长形成经济竞争,从而促进地方经济发展,这一现象被概括为“政治锦标赛”(周黎安,2004)。在财政分权激励和政治晋升激励的双重作用下,地方政府有充分的动机提高地区经济产出,满足地方政府所需的 GDP 增长、就业和利税。但同时,这种因为政府激励机制而产生的竞争,也带来了各式因为政绩需要而匆匆上马的“面子工程”。

鉴于已有文献表明,地方政府官员的晋升概率随着以 GDP 增长率衡量的政绩而提高(Li 和 Zhou, 2005),这种官员任命体制的信息不对称,会使得少数对地方政府的花费拥有最直接控制权的上层地方官员,过度花费来塑造一些“政绩工程”,希望以此为信号获得提升(Guo, 2009)。周雪光(2005)也认为政府官员试图以完成“资源密集型”的工程来发出信号,获得晋升,从而滋生了突破预算约束的冲动。这个时候借债就成为了地方政府弥补财政赤字,推动地区经济的最直接手段。刘昱辉(2010)指出,大量的地方债务累积已经不是因为地方政府财政收入不够,而是因为地方政府的激励机制没有转变。受美国次贷危机的影响,自 2008 年我国开始实施积极的财政政策和宽松的货币政策,力图保持经济的平稳增长。在这种宏观经济政策的刺激下,地方政府融资平台迅速扩张,同时伴随着地方政府性债务的膨胀。因为在中国现行的财政体制下,虽然地方政府控制了融资平台的投资项目,但由于地方财力有限,项目投资失败的买单者仍旧可能是中央财政,这样就形成了预算软约束问题。因此,地方政府性债务规模的急剧扩张也可以认为是地方政府基于上级部门的激励,在宏观经济刺激和预算软约束下主动选择的结果。冯兴元和李晓佳(2005)提出地方政府会基于不同程度的预算软约束,采取机会主义行为过度发债。钱海刚(2009)认为地方政府的恶性竞争,会使其不惜进行重复建设,以促进经济增长。我们认为这种以政治收益为目的的过度借债行为,长期必然会给地区经济发展带来隐患,存在负向的消极作用,并最终由地方买单。

(二) 政府借债与企业融资约束

在 Modigliani 和 Miller (1958) 的完美市场环境下,企业成长可以获得充足的资金,因而不需要依赖于内部资金。然而信息不对称(Myers and Majluf, 1984)导致交易存在成本和风险,增加了企业的外部融资成本。信息不对称程度越高,外部融资成本越大,企业的融资约束越强。由于我国资本市场发展相对不成熟,融资渠道不畅通的问题长期存在,企业只能依靠银行贷款获得资金,普遍面临着一定的融资约束。随着政府财政改革的推进,地方政府债务由被动的负债开支转为主动的债务融资(龚强等,2011)。地方政府通过行政干预和土地财政抵押,获得银行系统大量资金。根据审计署 2011 年第 35 号公文,2010 年底地方政府性债务余额中,银行贷款为 84679.99 亿元,占比 79.01%,远高于上级财政拨款比例,成为地方政府借债的主要资金来源²。地方政府推行的基础设施建设项目,一般具有资金需求大,跨期长的特点,后续需要不断地投入资金,这在某种意义上是对银行资金的“绑架”(胡援成和张文君,2012)。由于地方建设项目还款周期普遍较长,官员在任期内缺乏还款压力,在地方政府积极借债融资的同时,银行信贷资金必然趋于紧张。再者,即使出现偿债缺口,地方政府也可以在不同银行之间进行拆借,仍旧是对银行系统信贷资产的占用,拖累了银行的盈利能力。银行系统资金紧张,利润增长放缓,反映在资本市场中,就会造成企业融资难,借贷成本扩大,融资约束增强。

关于融资约束的研究,Fazzari 等(1988)的研究认为融资约束程度较大的企业会更多地依赖内部资金。Opler 等(1999)认为企业基于“预防性动机”,在外部融资成本较高时,会持有更多的现金。Almeida 等(2004)的研究证实,融资约束的公司会持有更多的现金以便未来投资,而且现金持有量与内部现金流存在显著正向关系。因此我们可以用现金-现金流敏感度来研究融资约束问题。当企业所在地区的信贷资金都流向政府债务的时候,企业外部融资成本扩大,自然需要持有更多的现金来预防融资约束所带来的问题,现金持有量与现金

流的关系变得更加敏感。鉴于此，我们认为政府的负债融资使得企业需要持有更多现金，即增强了企业的融资约束，在此基础上，我们提出政府借债行为与企业融资约束的假说：

假说1.1：地方政府新增债务规模越大，则企业融资约束越强。

地方政府借债虽然包含了“冲动”的因素，但其初衷是为了弥补财政缺口，对地区经济发展具有一定的正面效应，促进了经济社会发展和民生改善。为了刺激本地区经济发展和城市建设，一方面政府需要提供一定的税收优惠、税收减免甚至财政补贴和担保来吸引民间资本和外资，支持民营企业的发展，提高融资主体的融资能力；另一方面地方政府还要扩大发展性支出和社会保障性支出，改善企业发展的金融生态环境。地方政府提供的“扶持之手”，在一定程度上可以缓解企业的信贷约束，但同时也加大了政府资金矛盾。财政收支缺口的增加，促使地方政府债务规模膨胀。因此地方政府的这种借债行为，若是以提供扶持之手，改善地区经济环境为目的，可以缓解企业的融资约束。由此，我们提出如下假说：

假说1.2：地方政府新增债务规模越大，则企业融资约束越弱。

（三）政府借债、企业最终控制权和融资约束

我国的金融资源大多向国有企业倾斜，因此国有企业与民营企业面临着不同的融资约束模式。如前文所述，企业融资较大程度依赖于银行贷款。而四大国有商业银行在全国信贷市场上出于垄断地位，且一直受到政府的行政干预。相比较民营企业，国有企业更容易获得国有商业银行提供的债务融资。方军雄（2007）发现银行发放给国有企业的贷款更多，期限也更长。因为国有企业的“预算软约束”，即使其最终面临偿还困境，作为企业担保人的政府也会替企业出面偿还贷款。江伟和李斌（2006）认为相对民营上市公司，国有银行更愿意为国有上市公司提供更多的长期债务融资。因而国有企业的外部融资能力较强，融资成本较低，面临的融资约束相对较弱。反之，民营企业由于与外部存在信息不对称问题，较难从正规的融资渠道获得外部资金。而资本市场的上市公司无论从数量上还是规模上，民营企业都难以赶超国有企业，不能有效地缓解民营企业的融资需求。民营企业的发展资金更多地需要靠自有资金和非正式渠道来获得，融资约束较强。另一方面，政府基于对国有企业的“父爱效应”，通常会通过减少税收，给予财政补贴等形式，为企业提供资金，使得国有企业持有现金的“预防性动机”减弱。朱红军等（2006）认为预算软约束的存在，扭曲了国有企业真实的融资约束，使其投资对内部现金流的依赖性小于民营企业。因此，国有企业的控制权特性决定了政府对融资契约的影响超越了企业自身的状况。由此，本文提出如下假说：

假说2：民营企业面临的融资约束高于国有企业。

民营企业相比国有企业外部融资约束上的差距，在地方政府借债越多的地区愈加凸显。一方面，政府利用土地财政、行政干预等手段，使得银行大量借款给地方政府融资平台，政府性债务累积，长期大量地占用了银行的信贷资产。在银行系统资金紧张的情况下，银行更愿意对拥有“预算软约束”的国有企业放贷，因为不需要担心贷款的偿还问题，因此民营企业获得贷款融资的难度更加高于国有企业。与此同时，由于国有企业承担了较多的“政策性负担”，地方政府资源倾斜，其财政资金中为国有企业提供的担保和财政补助比例可能要远高于民营企业。在新兴市场的国有银行资金，更多的是为了满足政府本身的政治需求（Dinc, 2005）。尽管中国地方政府无权发行债券，但国有企业可通过债券融资。作为政府刺激经济的措施，中央政府鼓励地方政府加大基础设施建设和投资的时候，大量资金，特别是地方融资平台资金，被投入到这些在地方政府支持下成长起来的国有企业。在一定程度上，伴随着地方政府这部分隐性债务的增加，借贷资金流向了属地的国有企业和投融资平台公司，以推动其参与地方基础设施建设。因此，我们认为，在政府大量借债的情况下，国有企业的融资能力和融资环境可能始终都更加优于民营企业。由此，本文提出第三个假说：

假说3：国有企业在政府新增债务水平高的地区，融资约束越小于民营企业。

三、研究设计

（一）研究模型

本文的研究思路是借鉴 Almeida 等（2004）现金持有量-现金流量（Cash to Cash Flow, CCF）模型作为融资约束研究的基本模型，分别考察地方政府负债、企业所有权性质与企业面临融资约束的关系，研究模型具体表述如下：

$$\begin{aligned}\Delta Cash = & \beta_1 + \beta_2 CF + \beta_3 CF \times Indicator + \beta_4 Indicator + \beta_5 TobinQ \\ & + \beta_6 Size + \beta_7 CapExpen + \beta_8 \Delta NonWCap + \beta_9 \Delta SDt + \beta_{10} Risk \\ & + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon\end{aligned}\quad (1)$$

在回归模型中， $\Delta Cash$ 为企业现金持有量的变动， CF 为企业经营活动现金净流量， CF 项前的系数就是现金-现金流敏感系数，用来衡量企业的融资约束水平。测试变量 $Indicator$ 分别为：（1）地方政府新增负债水平 $\Delta GovDt$ ，用来考察地方政府负债与上市公司面临融资约束水平的关系；（2）企业控制权属性 SOE ，用来考察企业所有权性质是否国有与其融资约束水平的关系；（2）企业所在地区地方政府新增负债水平与企业控制权属性的交叉项（ $\Delta GovDt \times SOE$ ），用来考察对方政府新增负债对不同所有权性质企业的影响差异程度。

根据 Almeida 等（2004）的研究，融资约束越大的企业，其现金持有量与经营活动现金净流量之间的敏感系数越大。在企业的融资约束越大，融资成本越高时，会选择储备更多的现金以满足企业未来的经营需要，即 β_2 显著为正。

当测试变量 $Indicator$ 为 $\Delta GovDt$ 时，根据假说 1.1，我们推测上市公司所在地区的地方政府新增负债水平越高，企业的外部融资成本越高，面临更大的融资约束，即 β_3 应当显著为正；但根据假说 1.2 也可能企业因此受到政府更多的扶持，降低了外部融资成本，使融资约束减小，即 β_3 显著为负。同时，相对于国有企业，民营企业外部融资能力较弱，受到的融资约束较强。因此，根据假说 2，当测试变量 $Indicator$ 为 SOE 时，我们推测民营企业的融资约束高于国有企业，即 β_3 应当显著为负。相较于国有企业现金-现金流量的低敏感性，民营企业在地方政府扩大负债规模时，其外部融资能力更容易受到牵连，根据假说 3，我们预计国有企业在政府新增债务水平高的地区，融资约束会小于民营企业。即当测试变量 $Indicator$ 为 $SOE \times \Delta GovDt$ 时， β_3 应当显著为负，政府的新增债务会扩大民营企业与国有企业间的融资约束差距。

回归模型中还需要考虑引入其他影响企业持有现金的控制变量：企业成长性 $TobinQ$ ，用公司总市值与总资产之比表示，该变量预期符号为正，意味着企业成长性越高，需要为未来持有的现金越多；企业规模 $Size$ ，用期初总资产的自然对数表示，该变量预期符号为负，因为企业规模作为常用的衡量信息不对称指标（Driffield 和 Pal, 2001），在一定程度上也代表了企业的融资约束，企业规模越大，融资约束越小；资本支出 $CapExpen$ ，用企业当期资本支出与期初总资产之比表示。资本支出的增加一般会降低公司的现金持有。非现金净营运资本的变动 $\Delta NonWCap$ ，用当期营运资本的变动额与期初总资产之比表示，营运资本既可以当作现金的替代物（Opler 等，1999），也可以作为企业现金的来源，而这两种情况对现金持有具有两个方向的作用。同样的，流动负债的变动 ΔSDt ，用流动负债与总负债之比的变动额表示，其增加额也存在两种可能，一是用于替代现金支付，二是被作为企业现金的来源

借入 (Almeida, 2004)。另外, 企业持有现金还有可能是为了防范未来风险 Risk, 我们用企业的 Beta 系数来计量。同时 Industry 为行业虚拟变量, Year 为年度虚拟变量。相关变量说明具体如表 1 所示。

表 1 变量说明

变量	符号	变量说明
现金持有量的变动	ΔCash	现金及现金等价物的变动与期初总资产的比值。
经营活动现金净流量	CF	公司当年经营活动产生的现金流量净额与期初总资产的比值。
地方政府新增债务水平	ΔGovDt	公司注册地所在省、自治区或直辖市的地方政府新增政府性债务额与综合财力水平的比值。
企业控制权性质	SOE	公司最终控制人虚拟变量, 为国有企业则取值为 1, 否则取值为 0。
企业成长性	TobinQ	公司总市值与总资产的比值。
企业规模	Size	公司期初总资产的自然对数。
资本支出	CapExpen	现金流量表中购建固定资产、无形资产和其它长期资产所支付的现金-处置固定资产、无形资产和其它资产所收到的现金。
净营运资本的变动	$\Delta \text{NonWCap}$	(流动资产-流动负债-现金) 的变动额与期初总资产的比值。
流动负债的变动	ΔSDt	流动负债与总负债比值的变动额。
企业风险	Risk	企业的 Beta 系数, 每一家公司在一个会计年度内所有交易日股票回报率与市场回报率的回归系数。

(二) 样本和数据

本文选取中国资本市场 2007-2010 年期间所有 A 股上市公司作为研究对象。然后按以下程序筛选样本: (1) 剔除研究期间某一年或数年 ST 公司; (2) 剔除金融行业上市公司; (3) 剔除数据不全的上市公司。最终得到 2007-2010 年 5096 个公司年的样本观测值。在此基础上, 按照最终控制人性质, 将上市公司分为国有企业和非国有企业两类, 其中国有企业得到 2468 个观测值, 民营企业得到 2628 个观测值。本文所使用的政府负债数据来自手工收集整理, 财务数据来自 CSMAR 研究数据库和 RESSET 金融数据库, 为消除极端值的影响, 对连续变量处于 0~1%和 99%~100%之间的极端值进行 Winsorize 处理。

四、实证检验

(一) 描述性统计

表 2 为相关变量的描述统计结果。从中可以看出, 样本公司现金持有比例变化量 ΔCash 均值为 16.78%, 最大值为 2.8699, 最小值为 -0.2101, 企业现金及其等价物持有量相比总资产波动幅度较大; 上市公司所在地区的新增债务率 ΔGovDt 也存在较大差异, 最大比率达到 61.43%, 而最小值为负数; 企业成长性 TobinQ 也参差不齐, 最大值达到 10.7753, 最小值仅为 0.9653。

表 2 主要变量描述性统计

变量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值	N
ΔCash	0.1678	0.0253	0.4886	-0.2101	2.8699	5096
CF	0.0657	0.0613	0.1160	-0.3282	0.4325	5096

Δ GovDt	0.1437	0.1109	0.1137	-0.0034	0.6143	5096
SOE	0.4843	0	0.4998	0	1	5096
TobinQ	3.0198	2.5139	1.8520	0.9653	10.7753	5096
Size	21.6140	21.4855	1.0626	19.6627	24.7054	5096
CapExpen	0.0730	0.0445	0.0891	-0.0307	0.4577	5096
Δ NonWCap	0.0192	0.0119	0.1491	-0.4478	0.5463	5096
Δ SDt	-0.0090	0	0.1114	-0.4098	0.3076	5096
Risk	1.0468	1.0655	0.1796	0.4941	1.5070	5096

（二）政府负债与企业融资约束的回归结果

为了检验本文假说 1，首先对全样本进行回归分析。表 3 为地方政府负债与企业融资约束的回归结果。模型（1）是不考虑测试变量的企业融资约束，从回归（1）结果可以看出，企业现金持有量的变动 Δ Cash 与经营活动现金净流量 CF 显著正相关，即 β_2 在 1%的水平上显著为正，证实了企业持有现金的“预防性动机”。说明企业普遍面临着融资约束，其融资约束越大，现金持有量-现金净流量的敏感系数越大。模型（2）以企业所在地区的政府当年新增债务水平 Δ GovDt 作为测试变量 Indicator 的回归结果。回归结果（2）显示，经营活动现金净流量与政府当期借债水平的交叉项（CF $\times$ Δ GovDt）系数为正，且在 1%水平上显著。企业所在地方政府当期借债越多，企业面临的融资约束越大。这说明地方政府的负债行为，确实影响了企业的借贷能力和借贷环境，使企业面临更大的融资约束，需要持有更多的现金。实证结果初步印证了研究假说 1.1。这也从侧面反映出地方政府债务为地方经济建设带来正向积极作用的同时，由于恶性竞争带来的大量借债行为扰乱了地区金融环境，使企业融资变得更加困难。

表 3 政府负债与企业融资约束

变量	(1)	(2)
截距项	0.720*** (4.226)	0.726*** (4.273)
CF	1.197*** (19.985)	0.856*** (9.717)
CF $\times$ Δ GovDt		2.439*** (5.313)
Δ GovDt		0.059 (0.640)
TobinQ	0.009** (2.139)	0.009** (2.192)
Size	-0.034*** (-4.988)	-0.034*** (-4.993)
CapExpen	0.575*** (7.912)	0.567*** (7.828)
Δ NonWCap	0.981*** (20.948)	0.978*** (20.952)
Δ SDt	0.344***	0.335***

	(5.996)	(5.850)
	-0.131***	-0.124***
Risk	(-3.564)	(-3.367)
Industry	已控制	已控制
Year	已控制	已控制
Adj-R ²	0.222	0.227
F值	49.47***	49.79***
N	5096	5096

注：被解释变量：Δ Cash；*，**，***分别表示在 10%，5%，1%水平显著。

另外，从回归结果还可以看出，控制变量 TobinQ 与现金持有量具有显著的正相关关系，这与我们的预期相符。在企业面临融资约束的情况下，企业成长性越高需要为未来准备的现金也越多。企业规模 Size 的系数显著为负，表明企业规模越大持有现金越少，这与以往文献和我们的预期一致，因为规模大的企业具有良好的声誉和更加稳定的收入，更容易获得信贷资金。而资本支出 CapExpen 与现金持有量显著正相关，与我们的预期不太一致，可能是因为，企业资本支出越大，投资需求越大，从而需要预备更多的现金。此外，营运资本变动 Δ NonWCap 和流动负债增加额 Δ SDt 的系数均显著为正，验证了其作为企业现金来源而持有的可能性。企业风险 Risk 与现金持有量显著负相关。

在此基础上，我们希望考察企业终极控制人性质与企业融资约束之间的关系。为了检验假说 2，我们引入最终控制人虚拟变量 SOE（如果企业终极产权为国有企业，我们赋值为 1，否则为 0），并考察经营活动现金净流量与企业终极产权的交叉项（CF×SOE）与现金持有的关系，并将全样本分为 2468 个国有企业和 2628 个民营企业子样本进行单独考察，回归结果列于表 4。

表 4 产权性质与企业融资约束

变量	全样本	国有企业	民营企业
	(1)	(2)	(3)
截距项	0.490**	-0.291	1.873***
	(2.864)	(-1.852)	(5.890)
CF	1.518***	0.408***	1.758***
	(20.979)	(8.309)	(18.508)
CF×SOE	-0.834***		
	(-7.805)		
SOE	-0.045***		
	(-2.990)		
TobinQ	0.007*	0.020***	-0.010
	(1.751)	(5.933)	(-1.388)
Size	-0.023***	0.012*	-0.059***
	(-3.275)	(2.475)	(-4.556)
CapExpen	0.559***	0.120**	0.548***
	(7.750)	(2.059)	(4.572)
Δ NonWCap	0.962***	-0.015	1.438***
	(20.669)	(-0.361)	(19.458)

ΔSDt	0.341*** (6.017)	-0.052 (-1.212)	0.480*** (4.894)
Risk	-0.132*** (-3.617)	-0.059** (-2.057)	-0.153** (-2.504)
Industry	已控制	已控制	已控制
Year	已控制	已控制	已控制
Adj-R ²	0.239	0.092	0.281
F值	51.04***	9.66***	35.14***
N	5096	2468	2628

注：被解释变量： $\Delta Cash$ ；*，**，***分别表示在 10%，5%，1%水平显著。

从表 4 我们发现，回归（1）中交叉项（ $CF \times SOE$ ）的系数在 1%的水平上显著为负，国有企业融资约束要显著小于民营企业。同时回归（2）中国有企业现金持有量-现金流量的敏感系数也小于回归（3）中民营企业的系数（ $0.408 < 1.758$ ），进一步说明了，相对于国有企业，民营企业普遍面临更大的融资约束。该检验结果支持研究假说 2。

为了进一步考察在不同的终极控制人性质下，政府借债行为对企业融资约束是否存在差异性，即检验假说 3，我们引入企业所在地区地方政府新增负债水平与企业控制权属性的交叉项（ $\Delta GovDt \times SOE$ ）作为测试变量 Indicator，考察其与企业融资约束（现金持有量-现金流量系数）之间的关系。同时，我们将全部样本分别按照企业所在地区政府新增借债水平的中位数和企业终极产权性质进行划分，回归结果列于表 5。

表 5 政府借债、产权性质与企业融资约束

变量	全样本	政府借债水平		产权性质	
		政府低负债	政府高负债	国有企业	民营企业
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
截距项	0.500*** (2.934)	0.587** (2.395)	0.916*** (3.343)	-0.296* (-1.883)	1.857*** (5.870)
CF	1.029*** (9.388)	0.955*** (11.111)	2.052*** (18.047)	0.320*** (4.461)	1.307*** (9.336)
$CF \times \Delta GovDt$	3.449*** (5.911)			0.620* (1.668)	3.246*** (4.442)
$\Delta GovDt$	0.118 (1.064)			0.020 (0.310)	0.282* (1.678)
$CF \times \Delta GovDt \times SOE$	-2.694*** (-2.915)				
$\Delta GovDt \times SOE$	0.010 (0.078)				
$CF \times SOE$	-0.440*** (-2.611)	-0.480*** (-3.821)	-1.157*** (-6.803)		
SOE	-0.045* (-1.954)	-0.037** (-2.163)	-0.053** (-2.215)		
TobinQ	0.007* (1.728)	0.011** (2.213)	0.0021 (0.312)	0.020*** (5.945)	-0.009 (-1.352)

Size	-0.023*** (-3.327)	-0.016* (-1.896)	-0.031*** (-2.860)	0.012** (2.503)	-0.059*** (-4.599)
CapExpen	0.556*** (7.735)	0.539*** (6.490)	0.614*** (5.259)	0.116** (1.985)	0.550*** (4.604)
Δ NonWCap	0.958*** (20.659)	0.641*** (11.938)	1.301*** (17.303)	-0.014 (-0.336)	1.426*** (19.382)
Δ SDt	0.329*** (5.811)	0.212*** (3.060)	0.439*** (5.043)	-0.053 (-1.230)	0.463*** (4.734)
Risk	-0.125*** (-3.429)	-0.089** (-1.996)	-0.157*** (-2.790)	-0.058** (-2.023)	-0.138** (-2.272)
Industry	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
Year	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
Adj-R ²	0.246	0.2081	0.2774	0.093	0.288
F值	47.15***	21.60***	32.03***	9.16***	34.25***
N	5096	2509	2587	2468	2628

注：被解释变量： Δ Cash；*，**，***分别表示在 10%，5%，1%水平显著。

从表 5 我们可以看出，回归（1）中交叉项（ $CF \times \Delta GovDt \times SOE$ ）的系数在 1%的水平上显著为负，且交叉项（ $CF \times \Delta GovDt$ ）的系数显著为正、交叉项（ $CF \times SOE$ ）的系数显著为负，这说明国有企业在政府新增债务水平高的地区，融资约束越显著小于民营企业。该检验结果支持研究假说 3。回归（2）和（3）中可以发现，在政府高负债的样本组，国有企业的融资约束比民营企业低 1.157 个单位；而在政府低负债的样本组，国有企业的融资约束比民营企业低 0.0480 个单位；说明随着政府的新增债务水平越高，民营企业与国有企业间的融资约束差距越大。另外，从回归（4）和回归（5）可以知道，国有企业因为政府新增借债提高 1 个单位而增加的融资约束为 0.620 个单位，民营企业则达到 3.246 个单位，结果说明，民营企业融资约束受当地政府负债行为的影响更大。总的来说，政府一味负债经营所带来的消极作用对民营企业冲击更大，进一步加剧了国有企业与民营企业所面临融资约束的不平等。

（三）稳健性检验

为了提高以上结论的稳健性，我们进行如下稳健性检验。

（1）考虑到地方政府借债一部分是为了弥补财政收支缺口，将各地区财政支出减财政收入的差额³与企业融资约束进行回归分析。表 6 列示了政府财政收支缺口 Gap（用政府综合财力水平作标准化处理）与融资约束的回归结果，从回归（1）可以看出，交叉项 $CF \times Gap$ 的估计系数为负，但不显著，变量 Gap 的系数在 5%的水平上显著为负，说明地区财政缺口越大，企业持有的现金越少，有可能是政府的“扶持之手”起到积极作用，使企业预防性动机减弱，但也有可能是企业给予政府的“掠夺之手”而采取的自我保护性措施。这都无法证明企业融资约束变化情况。而回归（2）和回归（3）中交叉项 $CF \times Gap$ 的系数均不显著且相差不大，说明财政收支赤字对不同终极产权企业的影响没有差别。这就意味着，地方政府在弥补财政收支缺口以外的主动借债行为，才有可能导致企业融资困难。

表6 政府财政收支缺口与企业融资约束

变量	全样本	国有企业	民营企业
	(1)	(2)	(3)

截距项	0.742*** (4.346)	-0.286 (-1.805)	1.885*** (5.922)
CF	1.272*** (14.566)	0.477*** (6.507)	1.788*** (13.031)
CF×Gap	-0.332 (-1.224)	-0.265 (-1.269)	-0.151 (-0.334)
Gap	-0.082** (-2.262)	-0.003 (-0.119)	-0.064 (-0.985)
Tobinq	0.009** (2.118)	0.020*** (5.930)	-0.010 (-1.368)
Size	-0.035*** (-5.093)	0.012** (2.400)	-0.059*** (-4.585)
CapExpen	0.588*** (8.083)	0.127** (2.162)	0.557*** (4.624)
Δ NonWCap	0.973*** (20.760)	-0.013 (-0.323)	1.431*** (19.319)
Δ SDt	0.339*** (5.923)	-0.053 (-1.227)	0.476*** (4.840)
Risk	-0.125*** (-3.386)	-0.058** (-2.006)	-0.150** (-2.441)
Industry	已控制	已控制	已控制
Year	已控制	已控制	已控制
Adj-R ²	0.224	0.093	0.281
F值	46.88***	9.12***	35.00***
N	5096	2468	2628

注：被解释变量：Δ Cash；*，**，***分别表示在 10%，5%，1%水平显著。

(2) 为了控制各地区金融体系发展程度差异对企业融资约束的影响，本文以《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告》中 31 个省区的市场化指数作为市场化程度的衡量指标 MKT⁴，加入模型进行回归检验，主要结果如下表 7，与前述结论并未发生明显变动，这表明在考虑了各地区市场化程度差异之后，地方政府的借债行为仍旧会对企业的融资约束产生显著影响。

表 7 控制市场化程度的回归结果

变量	全样本			
	(1)	(2)	(3)	(4)
截距项	0.708*** (4.141)	0.716*** (4.198)	0.486** (2.831)	0.498** (2.908)
CF	0.889*** (7.300)	0.564*** (4.102)	1.315*** (9.847)	0.839*** (5.349)
CF×Δ GovDt		2.410*** (5.254)		3.436*** (5.889)

		0.048		0.113
ΔGovDt		(0.528)		(1.013)
$\text{CF} \times \Delta \text{GovDt} \times \text{SOE}$				-2.707***
				(-2.929)
$\Delta \text{GovDt} \times \text{SOE}$				0.007
				(0.058)
$\text{CF} \times \text{SOE}$			-0.805***	-0.411**
			(-7.456)	(-2.426)
SOE			-0.044***	-0.044*
			(-2.955)	(-1.922)
$\text{CF} \times \text{MKT}$	0.380**	0.365**	0.237*	0.223*
	(2.873)	(2.764)	(1.789)	(1.692)
MKT	0.009	0.008	0.008	0.006
	(0.546)	(0.460)	(0.451)	(0.369)
Tobinq	0.009**	0.009**	0.007*	0.007*
	(2.104)	(2.158)	(1.738)	(1.715)
Size	-0.034***	-0.034***	-0.022***	-0.023***
	(-5.000)	(-5.001)	(-3.316)	(-3.363)
CapExpen	0.586***	0.577***	0.565***	0.563***
	(8.058)	(7.969)	(7.839)	(7.820)
$\Delta \text{NonWCap}$	0.980***	0.978***	0.961***	0.958***
	(20.919)	(20.926)	(20.641)	(20.636)
ΔSDt	0.345***	0.336***	0.342***	0.330***
	(6.026)	(5.880)	(6.030)	(5.825)
Risk	-0.129***	-0.122***	-0.130***	-0.123***
	(-3.502)	(-3.311)	(-3.566)	(-3.383)
Industry	已控制	已控制	已控制	已控制
Year	已控制	已控制	已控制	已控制
Adj-R^2	0.224	0.229	0.240	0.246
F值	46.91***	45.43***	48.24***	44.83***
N	5096	5096	5096	5096

注：被解释变量： ΔCash ；*，**，***分别表示在 10%，5%，1%水平显著。

五、结论

转型经济中的地方政府对地区经济发展有着举足轻重的影响。地方政府为了弥补财政收支缺口的负债经营保证了地方建设和经济发展的持续进步。但以地方 GDP 增长和经济发展水平作为唯一衡量指标的晋升机制，催生了地区之间的恶性竞争。在宏观经济政策刺激的情况下，地方政府的过量借债，也可能会扰乱企业的借贷环境。我国资本市场的不成熟又使企业普遍面临融资约束，本文以 2007-2010 年间的上市公司为样本，考察了地方政府借债程度对企业融资约束影响机制。

本文的实证研究发现,地方政府的债务融资,实际上恶化了企业的借贷环境,即地方政府借债与企业融资约束显著正相关,这是因为地方政府的大规模借款使得银行系统资金紧张,加剧了企业的融资难度,从而迫使企业基于“预防性动机”需要持有更多的现金。我们还发现,在民营企业融资约束普遍高于国有企业的情况下,政府的大量新增债务进一步扩大了民营企业与国有企业在融资约束上的差距。针对地方政府借债的双重效应,我们认为在地方政府债务的高速膨胀,对地区企业融资约束的消极影响要远甚于积极作用。

本文研究的意义主要体现在以下两个方面:第一,为地方政府大量借债所带来的地区借贷环境恶化提供了证据,间接反映出特定时期政府借债行为的短期功利性。第二,研究结论表明,地方政府的借债行为会加剧民营企业与国有企业本就存在的融资约束差距。由此可以看出,政府对国有企业的庇护一方面扭曲了其真实的融资约束,使民营企业在经济中处于弱势地位;另一方面地方政府的盲目负债行为,更进一步增加了企业整体的融资负担,民营企业的借贷变得尤为艰难。转变地方政府的激励机制,对政府借债行为加以规范和约束,有利于上市公司缓解融资约束。同时减少国有企业对政府隐形担保的依赖,促进国有民营经济体公平竞争,才能使民营企业摆脱融资困境。

参考文献

- [1] 樊纲、王小鲁和朱恒鹏,2011,《中国市场化指数——各地区市场化相对进程报告》,经济科学出版社。
- [2] 方军雄,2007,《所有制、制度环境与信贷资金配置》,《经济研究》第12期82~92页。
- [3] 冯兴元和李晓佳,2005,《论城市政府负债与市政债券的规则秩序框架》,《管理世界》第3期29~42页。
- [4] 龚强,王俊和贾坤,2011,《财政分权视角下的地方政府债务研究:一个综述》,《经济研究》第7期144~156页。
- [5] 胡援成和张文君,2012,《地方政府债务扩张与银行信贷风险》,《财经论丛》第3期59~65页。
- [6] 江伟和李斌,2006,《制度环境、国有产权与银行差别贷款》,《金融研究》第11期116~126页。
- [7] 刘煜辉,2010,《高度关注地方投融资平台的“宏观风险”》,《中国金融》第5期64页。
- [8] 钱海刚,2009,《财政分权、预算软约束和地方政府恶性竞争》,《财政研究》第3期17~19页。
- [9] 孙铮、刘凤委和李增泉,2005,《市场化程度、政府干预与企业债务期限并购》,《经济研究》第3期9~18页。

- [10] 王少飞、孙铮和张旭, 2009, 《审计意见、制度环境与融资约束——来自我国上市公司的实证分析》, 《审计研究》, 第 2 期 63~79 页。
- [11] 张纯和吕伟, 2007, 《信息披露、市场关注与融资约束》, 《会计研究》第 11 期 32~38 页。
- [12] 中华人民共和国审计署办公厅, 2011, 《全国地方政府性债务审计结果》, 中国人名共和国审计署审计结果公告 2011 年第 35 号 (总第 104 号)。
- [13] 周黎安, 2004, 《晋升博弈中政府官员的激励与合作——兼论我国地方保护主义和重复建设问题长期存在的原因》, 《经济研究》第 6 期 34~40 页。
- [14] 周雪光, 2005, 《逆向软预算约束”: 一个政府行为的组织分析》, 《中国社会科学》第 2 期 132~143 页。
- [15] 朱红军、何贤杰和陈信元, 2006, 《金融发展、预算软约束与企业投资》, 《会计研究》第 10 期, 64~71 页。
- [16] 朱凯和陈信元, 2009, 《金融发展、审计意见与上市公司融资约束》, 《金融研究》第 5 期 66~80 页。
- [17] Allen F., Qian J., and M Qian, 2005, “Law, Finance and Economic in China”, Journal of Finance Economics, 77 (1), pp.57-116.
- [18] Almeida, H., Campello, M., and Weisbach, M., 2004, “The Cash Flow Sensitivity of Cash”, Journal of Finance, 59 (4), pp.1777-1804.
- [19] Dinc, I.Serdar, 2005, “Politician and banks: political influences on government-owned banks in emerging countries”, Journal of Financial Economics, 77, pp.453-479.
- [20] Driffield, N., and Pal, S., 2001, “The East Asian crisis and financing corporate investment: is there a cause for concern?”, Journal of Asian Economics, 12 (4), pp.507-527.
- [21] Fazzari, S.M., Hubbard, R.G., and Peterson, B.C., 1988, “Financing Constraints and Corporate Investment”, Brooking Papers on Economic Activity, 1, pp.141-195.
- [22] Guo, G., 2009, “China's Local Political Budget Cycles”, American Journal of Political Science, 53 (3), pp.621-632.
- [23] Li, H., and Zhou, L.A., 2005, “Political Turnover and Economic Performance: The Incentive Role of Personnel Control in China”, Journal of Public Economics, 89 (9), pp.1743-1762.
- [24] Modigliani, F., and Miller, M., 1958, “The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment”, American Economic Review, 48 (3), pp.261~297.
- [25] Myers. S., and Majluf, N., 1984, “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”, Journal of Financial Economics, 13 (2), pp.187~221.

- [26] Opler, T., L.Pinkowitz, R.Stulz, and R.Williamson, 1999, "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings", *Journal of Financial Economics*, 52, pp.3-4

Government Debt, Property Right and the Financing Constraints

Yu Xiao

(School of Economics and Management Tsinghua University, 100084, China)

Abstract: This paper investigates the impact of local government debt, which keeps high-speed expansion, on enterprise credit conditions. We take 2007-2010 A-share listed companies in our country as a sample, focusing on the relevance of local government debt and financing constraints that Chinese listed companies face. Empirical results found that in provinces where the government borrowing more, financing constraints for companies are larger; And for Private Enterprises, they are generally higher than State-Owned Enterprises; The greater the government debt, the greater the gap of Private Enterprises and State-Owned Enterprises on financing constraints. These results support the hypothesis of negative function that huge government debts bring. Local government borrowing behavior, in fact, increased financing costs and financing difficulty of local enterprises, and force enterprises to hold more cash based on the financing constraints. Finally, from the robustness check of fiscal deficits, the research further reflects that the reckless debt financing of local government is the source of the enterprise financing difficulties.

Key words: government debt; property right; financing constraints

JEL Classification: G32, G38

作者介绍：

肖钰：清华大学经济管理学院博士研究生

通讯地址：北京市海淀区清华大学经济管理学院

电话：13621394682，**E-mail:** xiaoy.09@sem.tsinghua.edu.cn

1 中华人民共和国 2010 年国民经济和社会发展统计公报显示，经初步核算，2010 年全年国内生产总值（GDP）为 39,7983 亿元。

2 中华人民共和国审计署 2011 年第 35 号：全国地方政府性债务审计结果，从借款来源看，2010 年底地方政府性债务余额中，银行贷款为 84679.99 亿元，占 79.01%；上级财政为 4477.93 亿元，占 4.18%；发行债券 7567.31 亿元，占 7.06%；其他借款 10449.68 亿元，占 9.75%。

3 各地区财政收入、财政支出的数据来自中国统计年鉴。

4 由于截止目前未能获取 2010 年各地区市场化进程数据，本文以 2009 年各地区市场化指数作为 2008 年与 2010 年的平均数计算 2010 年指数。